

中亦科技 (301208.SZ) 信创服务领军，充分受益国产化机遇

2022年11月23日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2022/11/21
当前股价(元)	61.96
一年最高最低(元)	65.97/37.34
总市值(亿元)	41.31
流通市值(亿元)	10.33
总股本(亿股)	0.67
流通股本(亿股)	0.17
近3个月换手率(%)	563.8

陈宝健（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

证书编号: S0790520080001

闫宁（联系人）

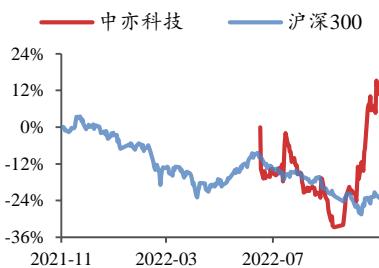
yanning@kysec.cn

证书编号: S0790121050038

● 信创服务领军，首次覆盖，给予“买入”评级

公司是信创服务领军，专注数据库、操作系统、存储等IT基础架构，提供运维服务及智能运维产品。2021年公司来自金融行业的收入占比超83%，随着金融行业的信创加速推进，国产化数据库等软硬件替代加速，新老系统的兼容调试也将带来更多的业务机会，公司未来有望加速成长。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为1.50、2.01、2.73亿元，对应EPS分别为2.25、3.01、4.10元，对应当前股价PE分别为27.2、20.4、15.0倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

股价走势图



数据来源：聚源

● IT 运维空间广阔，信创带来良机

(1) 随着企业业务规模扩大和数据的积累，IT基础架构日渐复杂，第三方运维服务商具备响应速度和价格等优势，运维需求持续增长。根据北京软件和信息服务业协会、艾瑞咨询数据，预计2023年国内IT基础架构运维服务市场规模将超3000亿元，其中第三方运维服务市场超1500亿元，空间广阔。(2) IT运维服务厂商与客户合作紧密，对客户IT架构和需求有充分了解，能够提供数据库全生命周期服务。在信创背景下，IT运维服务厂商重要性日益提升，有望充分受益。

● 公司聚焦金融行业，未来有为加速成长

(1) 公司在金融等领域积累丰富的客户资源，包括中国银行、交通银行、农业银行等，并且保持长期、稳定合作，其中2021年金融行业客户收入占比超过83%。(2) 公司在数据库领域具备完备技术支持能力，能够提供数据库从咨询、规划、实施、运维管理、优化到大版本升级等全生命周期服务，特别是对于大型、超大型企业级数据库具有“一站式”服务能力，与诸多国内外数据库巨头保持良好业务合作关系。(3) 金融行业的信创正加速推进，国产化数据库等软硬件替代加速，新老系统的兼容调试也将带来更多的业务机会，公司未来有望加速成长。

● 风险提示：客户需求不及预期；市场竞争加剧；市场拓展风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	820	1,183	1,421	1,852	2,451
YOY(%)	0.9	44.2	20.2	30.3	32.4
归母净利润(百万元)	86	122	150	201	273
YOY(%)	11.4	42.1	22.6	33.7	36.2
毛利率(%)	31.1	27.5	28.6	29.7	30.7
净利率(%)	10.5	10.3	10.6	10.8	11.1
ROE(%)	20.1	22.8	21.8	22.6	23.5
EPS(摊薄/元)	1.29	1.84	2.25	3.01	4.10
P/E(倍)	47.4	33.4	27.2	20.4	15.0
P/B(倍)	9.5	7.6	5.9	4.6	3.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、信创服务领军，三季度迎业绩拐点	3
2、IT 运维空间广阔，信创带来良机.....	5
3、公司聚焦金融行业，未来有望加速成长.....	10
4、盈利预测与投资建议	13
5、风险提示	13
附：财务预测摘要	14

图表目录

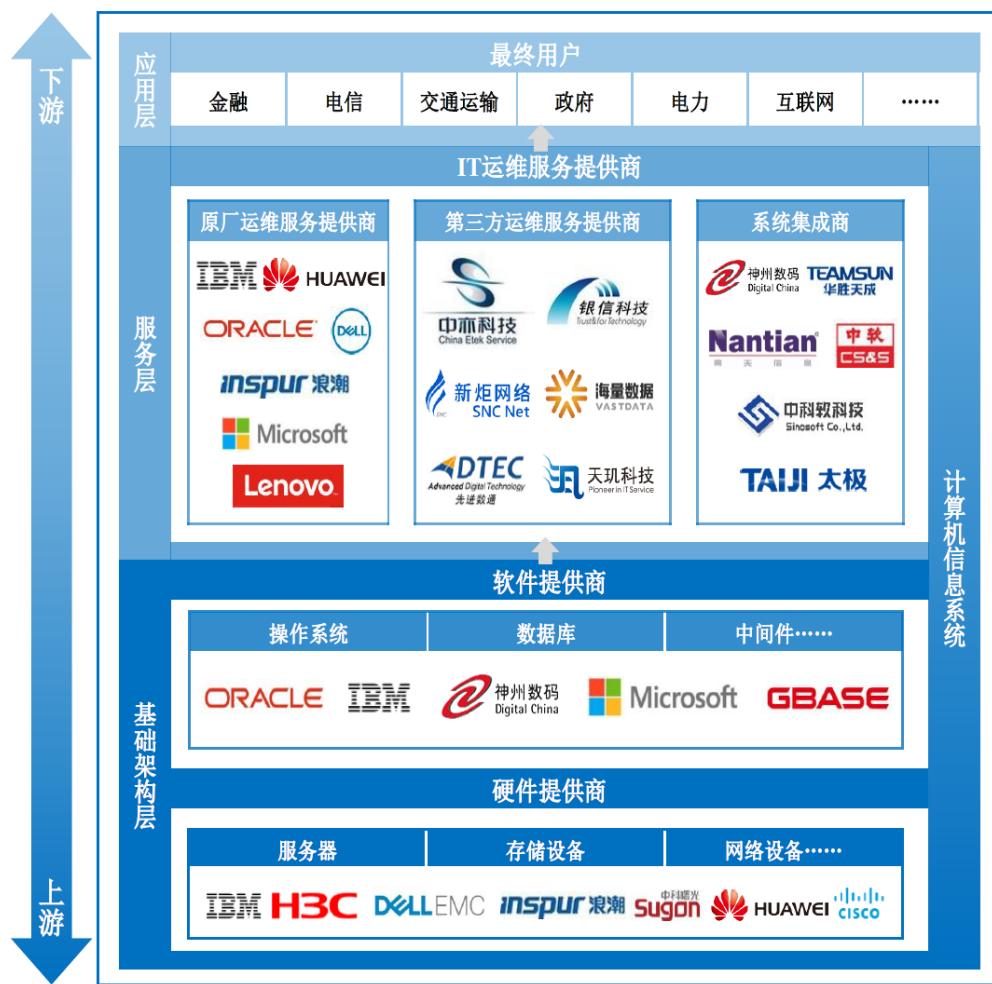
图 1：公司主要为客户提供运维服务及智能运维产品.....	3
图 2：2021 年公司收入为 11.83 亿元.....	4
图 3：2021 年公司归母净利润为 1.22 亿元.....	4
图 4：2021 年公司毛利率为 27.52%	4
图 5：公司 IT 运维毛利率水平持续提升.....	4
图 6：2021 年公司费用率水平改善	5
图 7：2022H1 公司员工总数为 910 人.....	5
图 8：IT 运维服务包括第三方运维服务和原厂运维服务	5
图 9：预计 2023 年我国 IT 基础架构运维服务市场超 3000 亿元	7
图 10：预计 2023 年我国 IT 基础架构第三方运维服务市场超 1500 亿元	7
图 11：预计 2023 年我国金融行业 IT 基础架构第三方运维服务市场超 300 亿元	7
图 12：预计 2023 年我国电信行业 IT 基础架构第三方运维服务市场超 400 亿元	8
图 13：“大信创”黄金时代将至	8
图 14：国产数据库厂商市占率快速提升	9
图 15：IT 运维服务厂商可提供数据库全生命周期服务.....	9
图 16：“产品+服务”双轮驱动公司成长.....	10
图 17：2021 年公司金融行业收入占比超 83%	10
图 18：公司已陆续推出自主智能运维产品、运营数据分析产品	11
图 19：公司客户资源丰富	12
图 20：公司服务及营销网络覆盖国内主要城市.....	错误!未定义书签。
表 1：第三方运维服务商具备响应速度和价格等优势	6
表 2：公司为企业级数据中心提供一站式综合运行维护服务	10
表 3：公司 2024 年 PE 估值低于可比公司平均水平	13

1、信创服务领军，三季度迎业绩拐点

公司是信创服务领军。公司成立于2005年，专注数据库、操作系统、存储等IT基础架构，为金融、电信、交通等重点客户提供运维服务及智能运维产品。公司在数据库领域具备完备技术支持能力，能够提供数据库从咨询、规划、实施、运维管理、优化到大版本升级等全生命周期服务，特别是对于大型、超大型企业级数据库具有“一站式”服务能力，与诸多国内外数据库巨头保持良好业务合作关系。

图1：公司主要为客户提供运维服务及智能运维产品

IT 运维管理产业链示意图



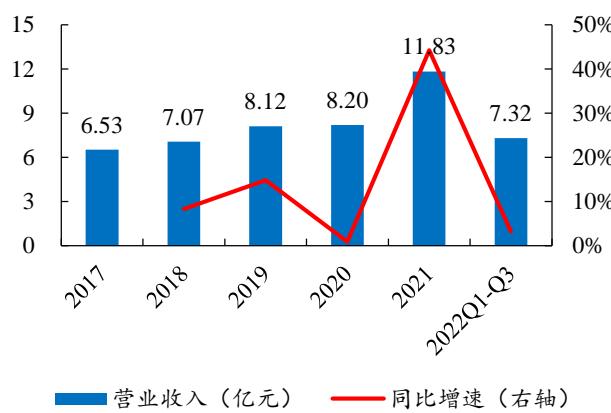
注：上图仅列示 IT 运维管理产业链上下游部分主要企业

资料来源：公司招股书

在**IT 基础架构层**，公司具备服务器、存储设备、网络设备、操作系统、数据库和中间件等多品牌、跨平台的一站式综合服务能力；在**IT 应用架构层**，公司可以提供从客户业务运营数据出发，运用图数据库和图计算技术、图谱技术、机器学习技术等，为其提供图谱分析、风控场景数据分析等服务。

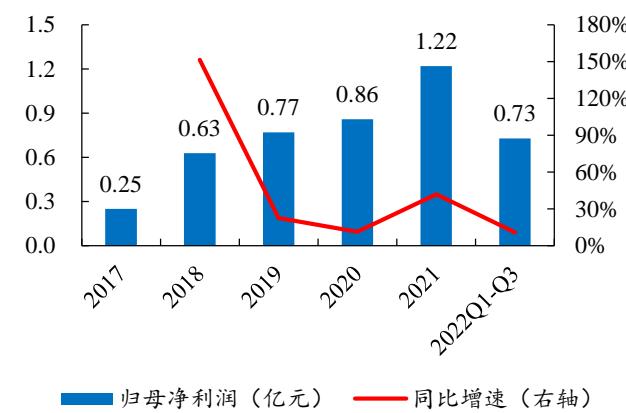
2022年三季度公司业绩迎来拐点。2021年，公司收入为11.83亿元，同比增长44.22%，实现归母净利润1.22亿元，同比增长42.07%，收入、利润快速增长。2022年前三季度，公司实现收入7.32亿元，同比增长3.28%，因为疫情影响项目验收有所延迟，上半年公司收入下滑14.58%，三季度业绩已迎来拐点。根据公司半年报披露，上半年公司原厂软硬件产品在手订单同比增长25.76%，随着疫情缓解，预计下半年有望逐渐验收，四季度业绩有望加速。

图2：2021年公司收入为11.83亿元



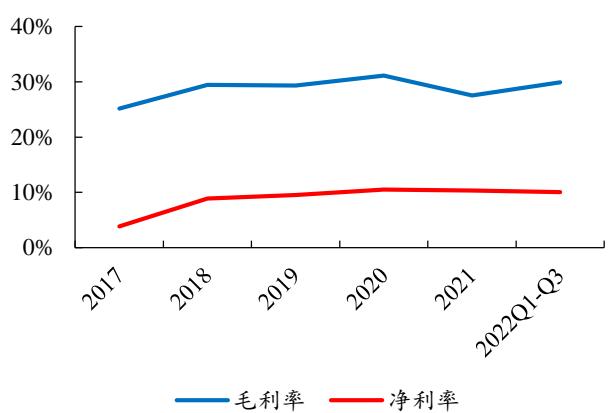
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2021年公司归母净利润为1.22亿元



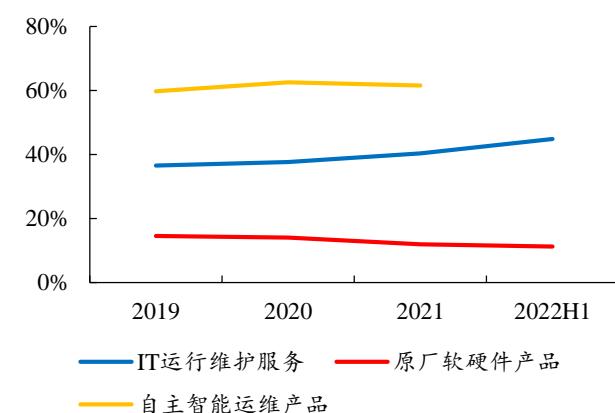
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2021年公司毛利率为27.52%



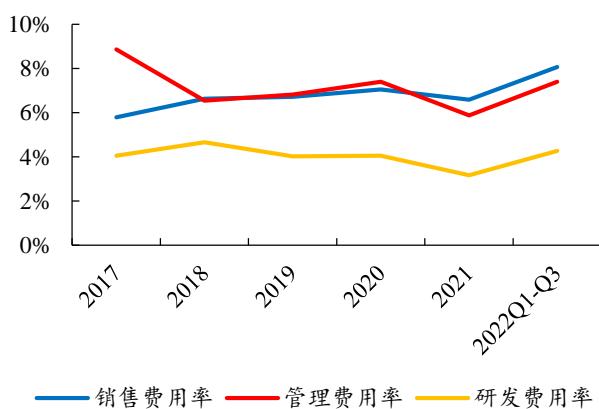
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：公司IT运维毛利率水平持续提升

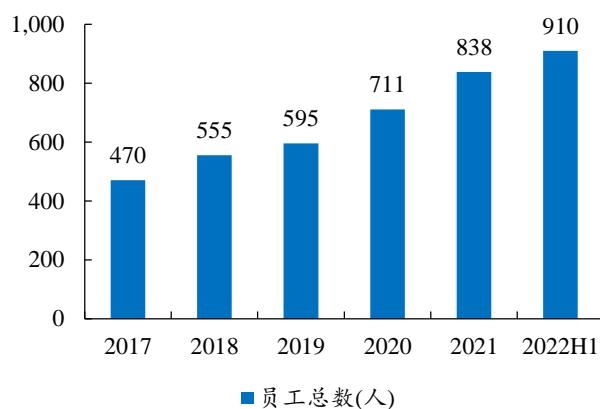


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2021年公司费用率水平改善。2021年公司销售、管理、研发费用率分别为6.59%、5.88%、3.18%，同比分别下滑0.47、1.52、0.88个百分点，费用率水平改善。人员方面，截至2022年上半年，公司员工总数达910人，其中研发及技术人员727人，占员工总数的78.85%，在智能运维、开源架构、大数据等技术领域具有丰富的设计和开发经验。

图6：2021年公司费用率水平改善


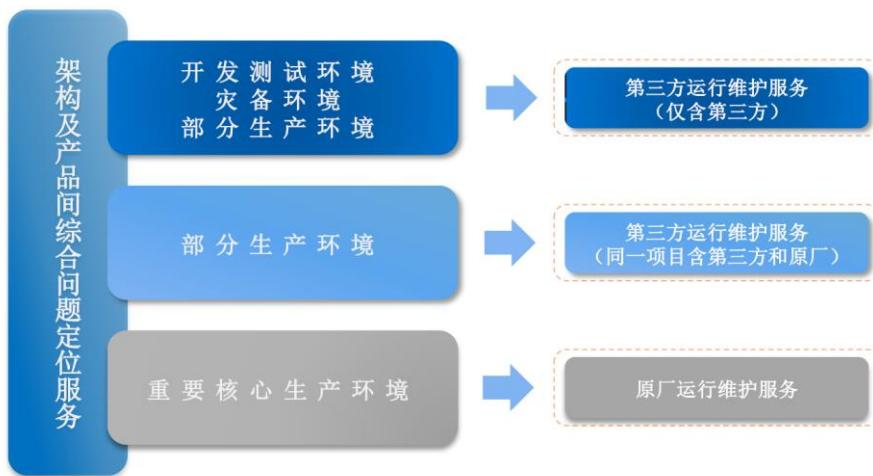
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2022H1公司员工总数为910人


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、IT 运维空间广阔，信创带来良机

IT 运维服务包括第三方运维服务和原厂运维服务。第三方运行维护服务包括硬件及操作系统、商业软件、开源软件年度或专项运行维护服务，以第三方工程师为主导向客户提供服务，主要面向开发测试环境、灾备环境以及部分生产环境；原厂运行维护服务主要以 Oracle、HDS、VMware、IBM、浪潮、华为等原厂商的工程师为主导向客户提供服务，主要面向重要核心生产环境。

图8：IT 运维服务包括第三方运维服务和原厂运维服务
客户应用场景需求与公司业务类型示意图


资料来源：公司招股书

企业 IT 基础架构包含各种类型、品牌的服务器、存储设备、网络设备、数据库和中间件等，具有软硬件产品多样化、品牌复合化的特征。随着 IT 架构复杂度的提升，IT 基础架构运维难度提升，并且运维的需求也向标准化、自动化、智能化方向发展，因此需要专业的第三方运维服务商。

第三方运维服务商的优势在于：（1）具备异构平台运维能力，能够为客户提供多品牌、跨平台一站式服务；（2）自身拥有服务网络，具备运维服务响应速度优势；（3）与客户建立长期合作，熟悉客户IT环境和业务需求，能够提供定制化运维产品；（4）具有价格优势。

表1：第三方运维服务商具备响应速度和价格等优势

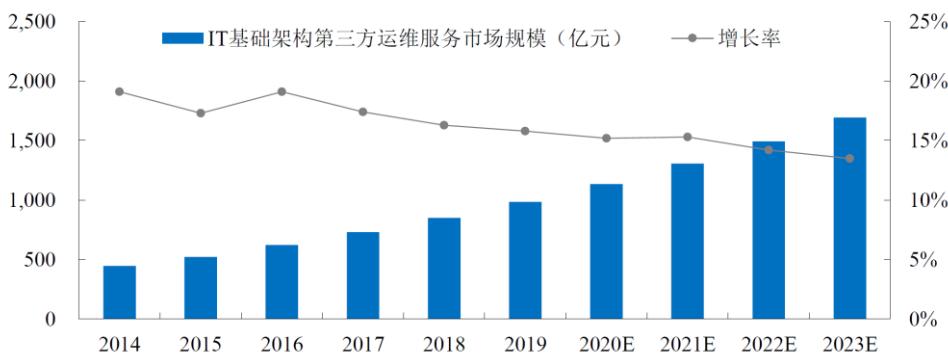
项目	第三方运行维护服务	原厂运行维护服务
服务对象及内容	公司服务可覆盖多品牌、跨平台的不同产品，包括服务器、存储设备、网络设备、操作系统、数据库、中间件和开源软件等，以及架构及产品间问题	原厂商服务对象仅限于其自身产品，其服务对象和内容相对单一
技术能力	公司具有各类型、各品牌的IT软硬件产品异构平台的运维技术能力，具备架构及产品间综合问题定位能力，具有丰富的技术资源及技术人员；但缺乏产品底层设计缺陷修复能力	自身产品底层技术强，但从整体架构出发识别及定位故障能力不足
客户主要需求场景及核心原因	主要应用于开发测试环境、灾备环境、部分生产环境，因为公司具备架构及产品间综合问题定位能力、单项产品技术支持与修复能力（除产品底层设计缺陷修复、附带后台密码的产品更新升级）	主要应用于重要核心生产环境，因为对该环境保障要求更高，原厂自身产品底层技术能力具有明显优势；产品设计层面技术支持服务、附带后台密码的产品升级更新服务等服务第三方无法替代
服务开展	主要由公司工程师向客户提供运行维护服务	原厂商的工程师为主导向客户提供运行维护服务，公司在项目前期负责商务条款制定、合同签订、项目管理流程制定等，项目过程中根据客户需要介入服务，项目后期处理项目验收等事项
收费标准	公司第三方运维服务收费标准通常低于原厂运维服务	原厂运维服务收费标准通常高于公司第三方运维服务
服务响应能力	公司基于自身的服务网络，通常可以在更短的时间内到达客户现场，对客户需求及问题快速响应、快速反馈和快速解决，其本地化快速响应能力优于原厂服务商	原厂商由于服务网络覆盖面小于第三方运维服务商，故其服务响应能力弱于第三方运维服务商销售
销售渠道	主要为直销	原厂商主要采用间接销售的营销模式，通过分销商销售；公司主要通过直销渠道销售给最终客户
服务延伸性	在服务过程中，公司不断熟悉客户IT环境、管理流程，并在此基础上为其提供定制化开发的智能运维产品，提升其IT运维标准化、自动化、智能化水平	原厂商在提供服务过程中，根据客户需求提供监控、管理工具等运维工具，该类工具一般会受限于原厂商自身产品，功能较为单一

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

预计2023年我国IT基础架构运维服务市场超3000亿元。随着企业业务规模扩大和数据的积累，IT基础架构运维需求持续增长。根据北京软件和信息服务业协会、艾瑞咨询数据，预计2023年国内IT基础架构运维服务市场规模将超3000亿元，其中第三方运维服务市场超1500亿元。

图9：预计 2023 年我国 IT 基础架构运维服务市场超 3000 亿元


资料来源：北京软件和信息服务业协会、艾瑞咨询、公司招股书

图10：预计 2023 年我国 IT 基础架构第三方运维服务市场超 1500 亿元


资料来源：北京软件和信息服务业协会、艾瑞咨询、公司招股书

IT 运维是金融、电信、交通运输等客户业务发展的重要支撑。以金融行业为例，国内主要金融机构基本采用“两地三中心”（生产数据中心、同城灾备中心、异地灾备中心）建设方案，大型金融机构逐渐实现数据中心“双活”部署（两个数据中心都处于运作的状态，同时承担业务，两者相互备份）。随着信息科技的快速发展，企业数据量规模性增长，数据中心 IT 基础架构的稳定运行是业务系统运行的必要前提，重要性凸显。

金融行业：根据北京软件和信息服务业协会、艾瑞咨询，预计 2023 年我国金融行业 IT 基础架构第三方运维服务市场超 300 亿元。

图11：预计 2023 年我国金融行业 IT 基础架构第三方运维服务市场超 300 亿元


资料来源：北京软件和信息服务业协会、艾瑞咨询、公司招股书

电信行业：根据北京软件和信息服务业协会、艾瑞咨询，预计 2023 年我国电信行业 IT 基础架构第三方运维服务市场超 400 亿元。

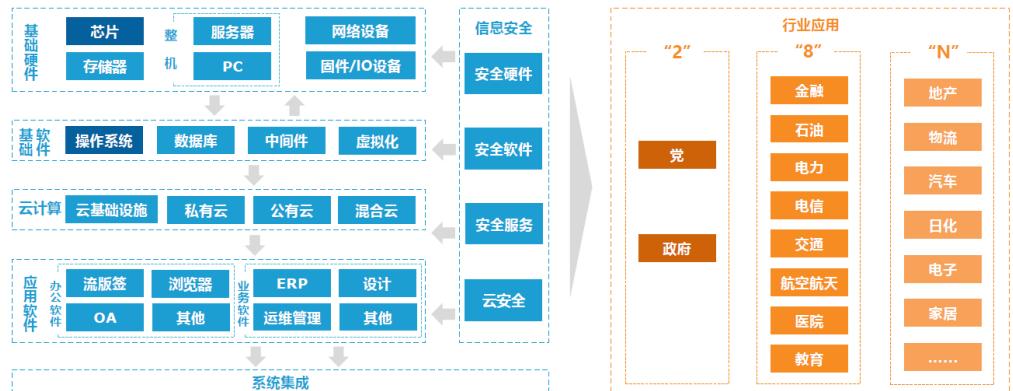
图12：预计 2023 年我国电信行业 IT 基础架构第三方运维服务市场超 400 亿元



资料来源：北京软件和信息服务业协会、艾瑞咨询、公司招股书

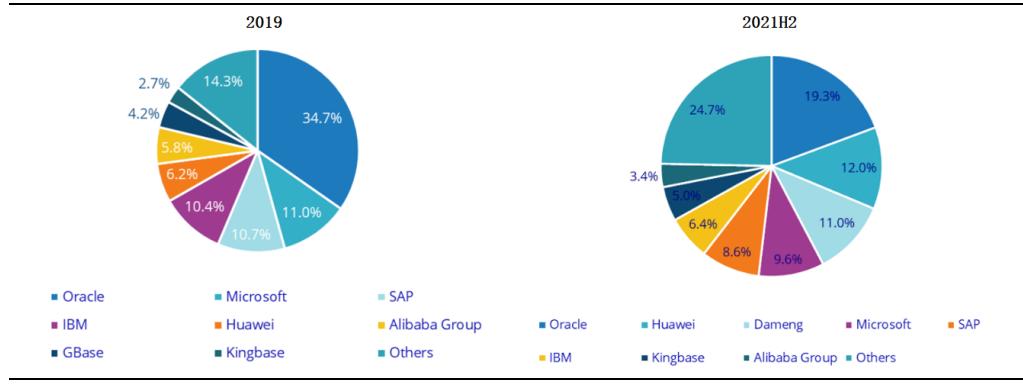
“大信创”黄金时代将至。从下游行业应用来看，2022 年是行业信创的元年，从 2023 年开始，金融、运营商、电力等八大关键行业的国产化有望加速。从产品内涵来看，信创产业发展至今，内涵逐渐丰富，生态愈加成熟，从 CPU、操作系统、数据库、中间件等基础软硬件的国产化，逐渐包含 EDA、CAD、PLC 等工业软件，企业邮箱、OA、ERP 等通用应用软件及各个垂直行业应用软件的国产化。未来五年，预计信创产业将迎来黄金时代，产业龙头蓄势待发有望受益时代机遇。

图13：“大信创”黄金时代将至



资料来源：亿欧智库

国产服务器厂商迅速崛起。在传统本地部署模式市场，2019 年国内数据库市场仍被国际厂商主导，Oracle、Microsoft、SAP、IBM 分别占据市场第一到第四的位置，共占据 66.8% 的市场份额。政策支持下近两年本土厂商市场份额迅速扩大，华为、达梦数据库、人大金仓 2021 年在党政、金融等领域获得大量订单，市场份额正在快速追赶上 Oracle、IBM 等国际厂商。

图14：国产数据库厂商市占率快速提升


资料来源：IDC

IT 运维厂商有望充分受益。 IT 运维服务厂商与客户合作紧密，对客户 IT 架构和需求有充分了解，能够提供数据库从咨询、规划、实施、运维管理、优化到大版本升级等全生命周期服务，特别是对于大型、超大型企业级数据库具有“一站式”服务能力。在信创背景下，IT 运维服务厂商重要性日益提升，有望充分受益。

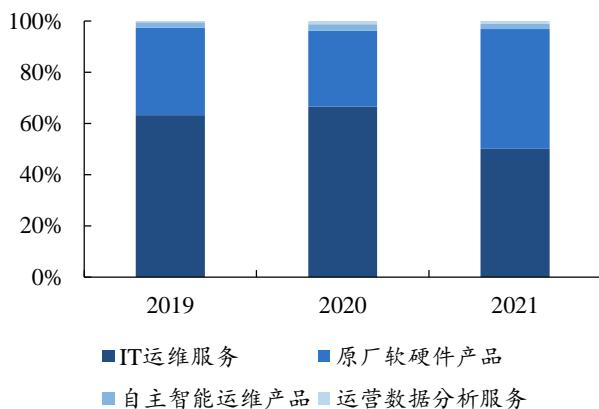
图15：IT 运维服务厂商可提供数据库全生命周期服务


资料来源：公司官网

3、公司聚焦金融行业，未来有望加速成长

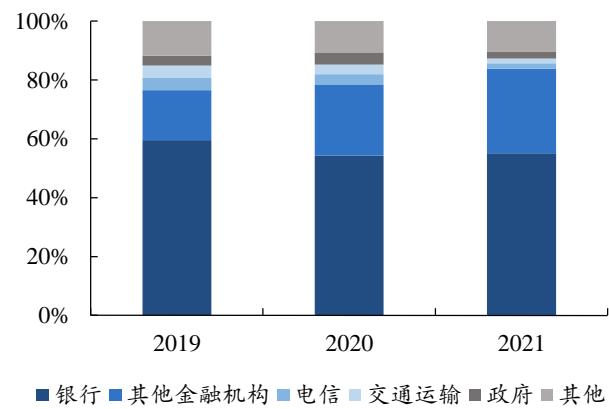
分业务来看，公司业务主要包括IT运维服务、原厂软硬件产品、自主智能运维产品、运营数据分析服务，2021年公司IT运维服务和原厂软硬件产品收入占比分别为50.08%、46.87%，“产品+服务”双轮驱动公司成长。分客户来看，公司下游客户主要为金融、电信、交通运输等行业大型国有企业及政府部门，2021年银行和其他金融机构收入占比分别为55.07%、28.70%，贡献公司主要收入，未来随着金融信创的推进，公司有望持续受益。

图16：“产品+服务”双轮驱动公司成长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17：2021年公司金融行业收入占比超83%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

(1) IT运维服务

公司IT运维专注于IT基础架构层，为客户提供第三方及原厂运维服务。公司业务涵盖网络层、存储层、服务器层、操作系统层、数据库层、中间件层等，主要面向金融、电信、交通运输等行业大型国有企业以及政府部门的数据中心，具备多品牌、跨平台的一站式综合服务能力。

表2：公司为企业级数据中心提供一站式综合运行维护服务

服务种类	服务内容
第三方运行维护服务	<p>针对传统IT基础架构下大型机服务器(IBM Z系列)、小型机服务器(IBM、HP等)、PC服务器(华为、浪潮、HP等)、集中式存储(华为、HDS等)、网络设备(华为、H3C等)等硬件设备提供运行维护服务；</p> <p>硬件及操作系统运行维护服务</p> <p>针对开放云架构下超融合一体机、分布式存储等硬件设备提供硬件运行维护服务；</p> <p>针对IT基础架构层的各类操作系统和高可用软件提供运行维护服务。</p> <p>服务具体包括：设计咨询、架构优化、健康检查、预防性维护、技术支持、应急故障处理、备件更换、性能优化、容量评估、版本升级、数据拯救、数据迁移、设备迁移等。</p>
商业软件运行维护服务	<p>针对各类商业软件提供运行维护服务，包括数据库(Oracle、DB2等)、中间(Weblogic、MQ等)、虚拟化软件(VMware、Citrix等)等。</p> <p>服务具体包括：健康检查、版本管理、基线管理、故障处理、性能监控、性能优化、补丁分析、安全加固、关键时间窗口保障、数据安全控制保障、培训等。</p>
开源软件运行维护服务	<p>针对各类开源软件提供运行维护服务，包括云平台软件、容器、分布式存储、监控和自动化、数据库、中间件等。</p> <p>服务具体包括：开源软件咨询、健康检查、版本管理、基线管理、故障处理、性能</p>

服务种类	服务内容
	监控、性能优化、补丁分析、安全加固、关键时间窗口保障、数据安全控制保障、培训等。
原厂运行维护服务	向客户销售 Oracle、HDS、VMware、IBM、浪潮、华为等厂商的基本运行维护服务和高级服务。

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

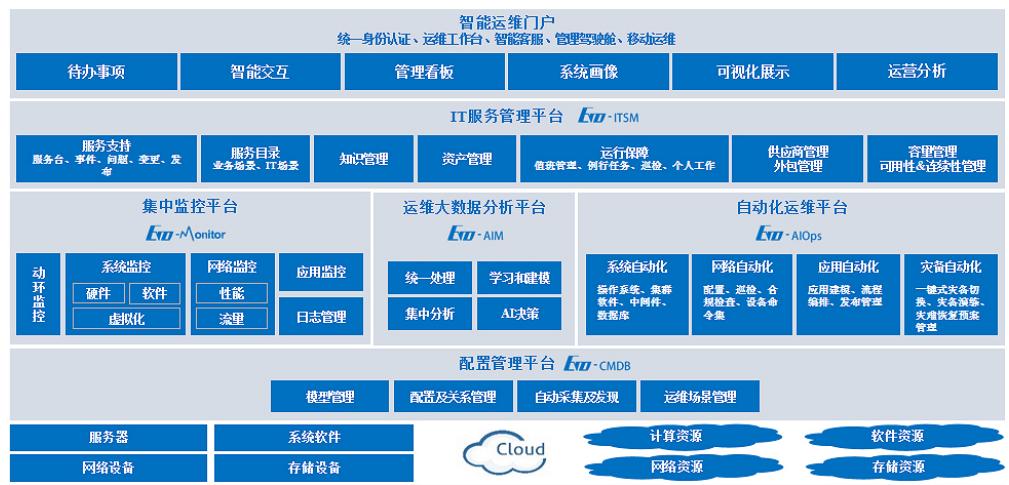
(2) 原厂软硬件产品

公司主要为客户 IT 数据中心销售国内外原厂商的各种软硬件产品。一方面，公司深耕行业多年，对各类型、各品牌的 IT 基础软硬件产品的性能指标、技术特征具备充分了解；另一方面，公司拥有丰富客户资源，熟悉客户 IT 环境和业务需求，能够为其定制基础架构建设方案并快速实施。因此，相比原厂商，公司更具灵活性。

(3) 自主智能运维产品

公司推出自主产品，有望带动公司毛利率水平提升。除提供基础软硬件的整体维保解决方案，公司已陆续推出自主智能运维产品、运营数据分析产品，以提高客户 IT 运维标准化、自动化、智能化水平。公司具备自主产权，相比原厂产品毛利率水平更高，2021 年自主智能运维产品毛利率达 61.63%，随着产品的推广，未来有望带动公司毛利率水平提升。

图18：公司已陆续推出自主智能运维产品、运营数据分析产品



资料来源：公司公告

公司客户资源丰富。经过多年发展，公司在金融、电信、交通运输、政府等领域积累了丰富的客户资源，并保持了长期、稳定合作。目前公司已与央行、国开行、6 家国有大行、11 家股份行、120 余家城商行、民营银行，180 家余家证券、基金、保险公司，中国移动等三家运营商建立合作。深度参与中国银行总行、农业银行总行、建设银行总行以及交通银行总行等国有大型商业银行总行级数据中心的 IT 架构建设及运行维护服务。

图19：公司客户资源丰富



资料来源：公司官网

公司服务及营销网络覆盖国内主要城市，快速响应客户需求。在上海、广州、深圳、西安、南京等地设有分公司，在武汉、成都、济南、福州、杭州、太原等地设有办事处。可以对客户需求及问题快速响应、快速反馈和快速解决。

下游客户需求稳定，客户粘性强。IT 基础架构日趋复杂，考虑到成本和替换风险，客户倾向于与服务商签订较为长期服务合同，形成稳定的长期合作关系，后续采购行为具有一定的计划性和延续性，因此需求稳定，客户粘性强。

金融行业的信创正加速推进，国产化数据库等软硬件替代加速，新老系统的兼容调试也将带来更多的业务机会，公司未来有望加速成长。

4、 盈利预测与投资建议

关键假设：

行业层面：随着企业业务规模扩大和数据的积累，IT 基础架构日渐复杂，第三方运维服务商具备响应速度和价格等优势，运维需求持续增长。根据北京软件和信息服务业协会、艾瑞咨询数据，预计 2023 年国内 IT 基础架构运维服务市场规模将超 3000 亿元，其中第三方运维服务市场超 1500 亿元，空间广阔。

公司层面：公司在金融等领域积累丰富的客户资源，随着金融信创的推进，未来有望加速成长，我们预计 2022-2024 年公司 IT 运行维护服务收入增速分别为 30%、40%、40%，2022-2024 年公司毛利率分别为 28.6%、29.7%、30.7%。

投资建议：公司是信创服务领军，专注数据库、操作系统、存储等 IT 基础架构，提供运维服务及智能运维产品。2021 年公司来自金融行业的收入占比超 83%，随着金融行业的信创加速推进，国产化数据库等软硬件替代加速，新老系统的兼容调试也将带来更多的业务机会，公司未来有望加速成长。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.50、2.01、2.73 亿元，对应 EPS 分别为 2.25、3.01、4.10 元，对应当前股价 PE 分别为 27.2、20.4、15.0 倍。我们选取 IT 领域神州数码、京北方、顶点软件作为可比公司，公司 2024 年 PE 估值低于可比公司平均水平。考虑到公司未来的成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：公司 2024 年 PE 估值低于可比公司平均水平

证券代码	公司简称	市值（亿元）		归母净利润（亿元）			PE		
		2022/11/22	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
000034.SZ	神州数码	165.3	10.73	12.74	14.92	15.4	13.0	11.1	
002987.SZ	京北方	98.6	2.90	3.80	4.87	34.0	25.9	20.2	
603383.SH	顶点软件	84.9	1.80	2.37	3.12	47.2	35.8	27.2	
		行业平均	116.2	5.1	6.3	7.6	22.6	18.4	15.2
301208.SZ	中亦科技	41.3	1.50	2.01	2.73	27.2	20.4	15.0	

数据来源：Wind、开源证券研究所（盈利预测来自开源证券研究所）

5、 风险提示

客户需求不及预期；市场竞争加剧；市场拓展风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	834	921	1105	1322	1613	营业收入	820	1183	1421	1852	2451
现金	359	453	560	716	815	营业成本	565	857	1015	1301	1699
应收票据及应收账款	71	67	75	86	96	营业税金及附加	3	4	6	7	9
其他应收款	13	16	19	22	27	营业费用	58	78	95	130	172
预付账款	12	9	12	16	18	管理费用	61	70	87	117	162
存货	204	178	191	204	221	研发费用	33	38	45	65	91
其他流动资产	175	198	248	280	435	财务费用	-2	-4	-2	-2	-1
非流动资产	6	11	10	10	10	资产减值损失	-2	-3	-4	-5	-7
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	1	2	1	1	1
固定资产	1	3	3	3	4	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	2	3	3	3	2	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3	5	4	4	4	资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
资产总计	840	932	1115	1332	1622	营业利润	100	139	172	230	314
流动负债	411	393	427	443	460	营业外收入	0	2	1	1	2
短期借款	0	0	8	4	5	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	152	135	151	162	171	利润总额	100	141	174	232	316
其他流动负债	260	259	267	277	284	所得税	14	19	24	31	42
非流动负债	0	1	0	0	0	净利润	86	122	150	201	273
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	1	0	0	0	归属母公司净利润	86	122	150	201	273
负债合计	411	394	427	444	461	EBITDA	91	128	160	215	295
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	1.29	1.84	2.25	3.01	4.10
股本	50	50	50	50	50	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	51	57	57	57	57	成长能力					
留存收益	328	431	581	782	1055	营业收入(%)	0.9	44.2	20.2	30.3	32.4
归属母公司股东权益	429	538	688	889	1162	营业利润(%)	11.1	38.5	24.4	33.7	36.3
负债和股东权益	840	932	1115	1332	1622	归属于母公司净利润(%)	11.4	42.1	22.6	33.7	36.2
						盈利能力					
						毛利率(%)	31.1	27.5	28.6	29.7	30.7
						净利率(%)	10.5	10.3	10.6	10.8	11.1
						ROE(%)	20.1	22.8	21.8	22.6	23.5
						ROIC(%)	109.3	129.2	100.4	104.1	72.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	48.9	42.3	38.3	33.3	28.4
						净负债比率(%)	-83.6	-84.1	-80.1	-80.1	-69.7
						流动比率	2.0	2.3	2.6	3.0	3.5
						速动比率	1.5	1.8	2.1	2.5	2.9
						营运能力					
						总资产周转率	1.1	1.3	1.4	1.5	1.7
						应收账款周转率	6.8	22.3	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	5.1	6.7	15.9	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.29	1.84	2.25	3.01	4.10
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.85	1.92	1.46	2.39	1.49
						每股净资产(最新摊薄)	6.44	8.07	10.32	13.33	17.42
						估值比率					
						P/E	47.4	33.4	27.2	20.4	15.0
						P/B	9.5	7.6	5.9	4.6	3.5
						EV/EBITDA	29.8	20.3	15.7	11.0	7.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn